

强烈推荐-A (维持)

云南白药 000538.SZ

目标估值: N.A.  
 当前股价: 86.64 元  
 2017年04月20日

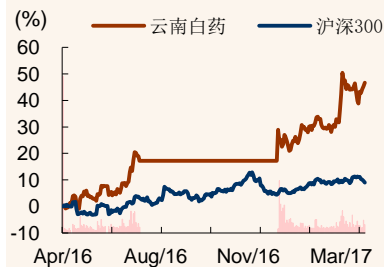
混改顺利完成, 管理层去行政化, 实现市场化

基础数据

上证综指	3171
总股本(万股)	104140
已上市流通股(万股)	104139
总市值(亿元)	902
流通市值(亿元)	902
每股净资产(MRQ)	14.6
ROE(TTM)	19.7
资产负债率	33.2%
主要股东	云南白药控股有限公
主要股东持股比例	41.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	25	44
相对表现	11	21	38



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn  
 S1090517040001

公司公告: 大股东白药控股召开股东会选举出 4 名董事, 上市公司召开董事会, 选举王建华担任董事长, 原董事长王明辉担任总经理。两级董事会选举完毕, 标志混改终于顺利完成, 公司管理层去行政化, 实现市场化聘任。我们看好混改完成之后, 公司激励有望到位, 内部活力提升, 继续“强烈推荐-A”评级。

□ **事件:** 公司公告, 4 月 17 日大股东白药控股召开股东会, 选举王建华、汪戎、陈春花、纳鹏杰担任董事, 组成新一届董事会, 选举钟杰、陈焱辉、朱家龙担任监事。4 月 19 日, 云南白药召开董事会, 选举王建华担任董事长, 聘任王明辉担任总经理, 选举钟杰担任监事会主席。

点评:

□ **董事会选举完毕, 混改终于正式顺利完成。**云南白药去年 12 月 31 日复牌之后, 曾公告, 大股东白药控股进行混合所有制改革, 新华都通过增资 253.7 亿元获得白药控股 50% 股权。我们此前预期, 白药控股和云南白药的董事会都将在 4 月底左右召开, 完成两个层级的董事会选举, 新华都正式进驻云南白药, 标志着混改终于正式完成。此次董事会选举的时间符合我们预期。

□ **民营资本在董事会占据微弱优势。**白药控股层面的 4 位董事中, 王建华和陈春花是代表新华都, 汪戎和纳鹏杰是代表云南省国资委, 董事席位 50%: 50%, 与股权比例一致, 但由于王建华同时担任白药控股和云南白药的董事长, 我们认为, 新华都实际上在白药控股有微弱优势领先于国有资本, 这也表明本次混改, 云南省国资委确实下定决心做强做优做大云南白药, 突破了绝对控股的要求。

□ **云南白药管理层去行政化, 实现市场化。**混改完成之后, 白药控股和云南白药的高管都将不再保留省属国企领导身份和职级待遇, 而是按照市场化方式选聘, 成为职业经理人。原云南白药董事长王明辉不再担任董事长, 而是担任总经理, 这种设置更符合现代公司管理模式, 实现资本方与管理方分离。

□ **新任董事长有充足国企经验。**王建华曾于 2006 年担任山东黄金董事长, 7 年时间将山东黄金从濒临被并购的企业, 发展成为国内黄金龙头企业之一; 2013

财务数据与估值

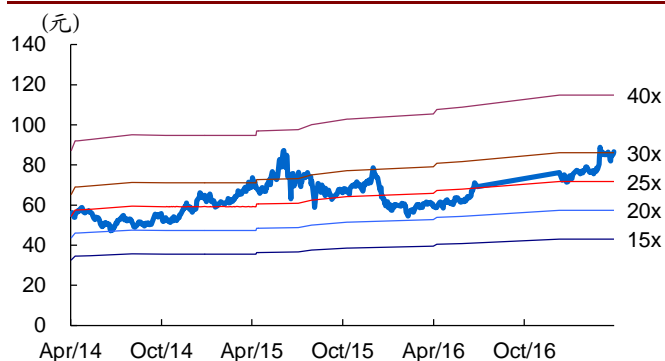
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	18814	20738	22916	26422	30411
同比增长	19%	10%	10%	15%	15%
营业利润(百万元)	2830	3168	3509	4254	5119
同比增长	7%	12%	11%	21%	20%
净利润(百万元)	2506	2771	3062	3697	4436
同比增长	8%	11%	11%	21%	20%
每股收益(元)	2.41	2.66	2.94	3.55	4.26
PE	36.0	32.6	29.5	24.4	20.3
PB	8.1	6.7	5.7	4.8	4.0

资料来源: 公司数据、招商证券

年3月王建华从山东黄金退休,6月份出任紫金矿业总裁,成为职业经理人。紫金矿业由福建上杭国资委持有 26.33%股份,二股东新华都目前持有 3.41%。这也表明,王建华在紫金矿业期间就与新华都有合作,不仅经营能力优秀,也能够担任国资委与新华都之间的沟通角色。

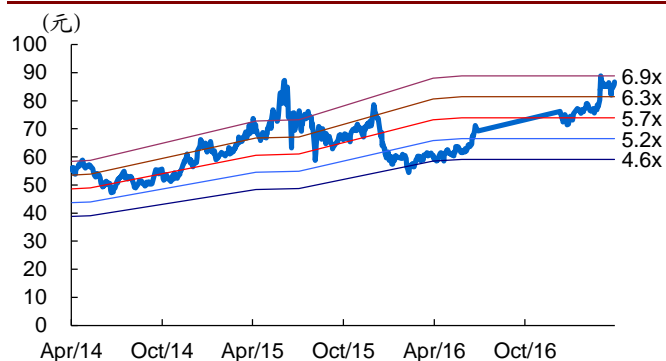
- **预计今年增速将加快:** 1、药品事业部去年去库存,今年开始提价,我们估计普药多数已提价,中央产品白药系列也有部分已提价,我们判断今年药品事业部利润端恢复到 20%以上增长较为确定。2、云南白药已经成为日化品知名品牌,品牌影响力将从牙膏延伸到洗发水等其他产品。牙膏去年受限产能瓶颈,今年可能通过代工等方法解决产能,牙膏终端需求仍然较好,我们估计牙膏收入端也能恢复 15%以上增长,费用率的下降使利润端有望也达到 20%增速。洗发水去年推出多个功效性产品,产品进一步丰富。3、高端保健品是重要增长点。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**我们预测 2016~2018 年净利润分别同比增长 11%/21%/20%,EPS 分别为 2.94/3.55/4.26 元;当前 17pe 估值 24 倍,考虑到公司混改完成之后的激励预期,这一估值也在合理范围,仍然是值得配置的标的。维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 业绩不达预期。

图 1: 云南白药历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 云南白药历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	14064	16904	19744	23057	27048
现金	2024	2650	4350	5865	7788
交易性投资	436	3042	3042	3042	3042
应收票据	3648	3606	3985	4594	5288
应收款项	555	1058	1147	1323	1523
其它应收款	2031	68	75	87	100
存货	4983	5625	6201	7062	8063
其他	388	855	945	1084	1244
<b>非流动资产</b>	2277	2387	2351	2516	2670
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产	1652	1640	1629	1816	1991
无形资产	249	239	215	193	174
其他	372	503	502	501	500
<b>资产总计</b>	<b>16341</b>	<b>19291</b>	<b>22095</b>	<b>25573</b>	<b>29718</b>
<b>流动负债</b>	3940	4676	5060	5626	6284
短期借款	20	20	20	20	20
应付账款	2052	2470	2727	3105	3546
预收账款	411	425	469	534	610
其他	1458	1761	1844	1967	2109
<b>长期负债</b>	1106	1087	1087	1087	1087
长期借款	6	6	6	6	6
其他	1100	1081	1081	1081	1081
<b>负债合计</b>	<b>5046</b>	<b>5763</b>	<b>6147</b>	<b>6713</b>	<b>7371</b>
股本	1041	1041	1041	1041	1041
资本公积金	1247	1250	1250	1250	1250
留存收益	8897	11142	13579	16511	20022
少数股东权益	110	95	78	58	33
归属于母公司所有者权益	11185	13433	15870	18802	22313
<b>负债及权益合计</b>	<b>16341</b>	<b>19291</b>	<b>22095</b>	<b>25573</b>	<b>29718</b>

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1587	2180	2261	2409	2967
净利润	2506	2771	3062	3697	4436
折旧摊销	92	125	137	133	144
财务费用	24	65	11	3	(6)
投资收益	(106)	(175)	(175)	(175)	(175)
营运资金变动	(935)	(584)	(759)	(1236)	(1415)
其它	5	(23)	(14)	(14)	(17)
<b>投资活动现金流</b>	(2215)	(962)	75	(125)	(125)
资本支出	(180)	(136)	(100)	(300)	(300)
其他投资	(2034)	(826)	175	175	175
<b>筹资活动现金流</b>	569	(603)	(636)	(768)	(919)
借款变动	(328)	(54)	0	0	0
普通股增加	347	0	0	0	0
资本公积增加	(1)	3	0	0	0
股利分配	(347)	(521)	(625)	(765)	(924)
其他	898	(32)	(11)	(3)	6
<b>现金净增加额</b>	<b>(58)</b>	<b>614</b>	<b>1700</b>	<b>1516</b>	<b>1923</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	18814	20738	22916	26422	30411
营业成本	13139	14406	15903	18112	20680
营业税金及附加	92	104	115	133	153
营业费用	2430	2710	3007	3467	3917
管理费用	552	493	545	628	723
财务费用	15	13	11	3	(6)
资产减值损失	(138)	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	106	175	175	175	175
<b>营业利润</b>	2830	3168	3509	4254	5119
营业外收入	90	75	75	75	75
营业外支出	10	28	28	28	28
<b>利润总额</b>	2910	3215	3556	4301	5166
所得税	413	460	511	624	755
<b>净利润</b>	2497	2756	3045	3677	4411
少数股东损益	(9)	(15)	(17)	(20)	(24)
<b>归属于母公司净利润</b>	2506	2771	3062	3697	4436
<b>EPS (元)</b>	2.41	2.66	2.94	3.55	4.26

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	10%	10%	15%	15%
营业利润	7%	12%	11%	21%	20%
净利润	8%	11%	11%	21%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.2%	30.5%	30.6%	31.5%	32.0%
净利率	13.3%	13.4%	13.4%	14.0%	14.6%
ROE	22.4%	20.6%	19.3%	19.7%	19.9%
ROIC	21.4%	19.9%	18.7%	19.1%	19.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.9%	29.9%	27.8%	26.3%	24.8%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	3.6	3.6	3.9	4.1	4.3
速动比率	2.3	2.4	2.7	2.8	3.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
应收帐款周转率	34.5	25.7	20.8	21.4	21.4
应付帐款周转率	6.8	6.4	6.1	6.2	6.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.41	2.66	2.94	3.55	4.26
每股经营现金	1.52	2.09	2.17	2.31	2.85
每股净资产	10.74	12.90	15.24	18.05	21.43
每股股利	0.50	0.60	0.74	0.89	1.06
<b>估值比率</b>					
PE	36.0	32.6	29.5	24.4	20.3
PB	8.1	6.7	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。